

Tilburg University

Theoretische grondslagen van de monetaire politiek

Sijben, J.J.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
1977

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Sijben, J. J. (1977). Theoretische grondslagen van de monetaire politiek: Een monetaire visie. *Maandschrift Economie*, 42(1-2), 1-31.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

ECONOMIE

tijdschrift voor algemeen economische, bedrijfseconomische en sociale vraagstukken

tweeënveertigste jaargang — no. 1/2 — oktober/november 1977

THEORETISCHE GRONDSLAGEN VAN DE MONETAIRE POLITIEK: EEN MONETARISTISCHE VISIE

door

J. J. SIJBen *)

§ 1. Inleiding

Na de renaissance in de geldtheorie in de jaren vijftig wordt sinds het midden van de zestiger jaren in de economische literatuur de theoretische fundering van de monetaire politiek in toenemende mate centraal gesteld. Deze laatste ontwikkeling hangt nauw samen met het feit dat de na-oorlogse macro-economische stabilisatiepolitiek op basis van de Keynesiaanse opvattingen niet in staat is geweest de inflatoire ontwikkeling in het afgelopen decennium effectief te bestrijden. Daarnaast is ook van betekenis geweest het grote aantal empirische studies van Friedman, Meiselman e.a., waarin de monetaristische visie wordt ondersteund dat er een sterke en stabiele relatie bestaat tussen de veranderingen in de geldhoeveelheid en de veranderingen in het niveau van het nominaal nationaal inkomen.

Zoals bekend wordt in de discussies omtrent de politiek ter stabilisering van de economische ontwikkeling sinds het begin van de jaren dertig de visie naar voren gebracht dat aan de geldpolitiek een relatief geringe effectiviteit kan worden toegekend. Mede door de theoretische analyse van Keynes, waarin de bestedingen centraal worden gesteld en die een aanzienlijke invloed heeft gehad op het na-oorlogse theoretische en economisch-politieke denken, wordt vooral de nadruk gelegd op de begrotingspolitiek van de overheid. De voorstanders van deze visie gaan er dan vanuit dat de volkshuishouding in beginsel wordt gekenmerkt door een

*) Wetenschappelijk hoofdmedewerker bij de vakgroep geld-, krediet- en bankwezen, Katholieke Hogeschool, Tilburg. Dit artikel is de Nederlandse tekst van een discussie-rapport dat is gepresenteerd op het SUERF-colloquium: "New approaches in monetaire policy" te Wiesbaden, september-oktober, 1977.

instabiliteit in het economisch leven, zodat de overheid een politiek van "fine tuning" moet bedrijven om de schommelingen in de economische activiteit te mitigeren. Monetair-politieke maatregelen, gemeten aan veranderingen in de maatschappelijke geldhoeveelheid, komen tot uitdrukking in veranderingen in de rentevoet. Deze rentevoet vormt vervolgens de centrale verbindingsschakel die via de investeringen en de consumptieve bestedingen de monetaire en de reële sector van de volkshuishouding verbindt. De oorzaak van de grote aandacht voor de beegrotingspolitiek is vooral gelegen in het feit dat de overheidsuitgaven en de belastingen de effectieve vraag meer direct en sneller kunnen beïnvloeden dan de geldpolitieke maatregelen. Zo wordt er van uitgegaan dat een verlaging van de belastingdruk en/of een vergroting van de overheidsuitgaven, gegeven het multiplicator- en acceleratorproces, de vraag naar goederen en diensten zal stimuleren en daarmee de productie en de werkgelegenheid. De monetaire politiek heeft daarentegen in het Keynesiaanse denkmodel niet een zo sterke rechtstreekse relatie met de verschillende componenten van de effectieve vraag, zodat het hanteren van de geldpolitiek ter stabilisering van de economische activiteit met meer onzekerheden gepaard gaat. De volledige werkgelegenheidspolitiek wordt in beginsel gebaseerd op de budgetpolitiek en de daarmee samenhangende monetaire begeleidingsverschijnselen. Met dit laatste wordt dan bedoeld dat volgens de Keynesiaanse inkomensbestedingstheorie de geldhoeveelheid zich voortdurend aanpast, waarbij de causaliteit loopt van het nationaal inkomen naar de koopkrachtstroom. (accommoderende monetaire politiek).

Na een kwart eeuw overheersing van de bovenstaande gedachtengang wordt het laatste decennium steeds meer de vraag gesteld of ontijdige en onverantwoorde monetaire en budgettaire maatregelen zelf niet de voornaamste bron zijn van de fluctuaties in de economische activiteit. Dit heeft geleid tot een controverse met betrekking tot de macro-economische stabilisatiepolitiek tussen enerzijds de monetaristen en anderzijds de Keynesianen. Deze controverse heeft sinds de jaren zestig een belangrijke stempel gedrukt op de ontwikkeling van de macro-economische theorievorming en sinds de jaren zeventig ook op de praktische monetaire politiek. Gedurende de vijftiger jaren is in de Verenigde Staten een nieuwe stroming ontstaan in de monetaire theorie, geïnitieerd door de school van Chicago onder leiding van Friedman en later verder tot ontwikkeling gebracht door Brunner en Meltzer en de economen van de Federal Reserve Bank van St. Louis, waarbij wordt gewezen op bepaalde tekortkomingen in de orthodoxe Keynesiaanse theorie. Aanvankelijk werd in de monetaire literatuur gesproken van de Chicago-school, doch in de loop der tijd is de naam monetarisme steeds meer ingeburgerd. Samuelson geeft hiervan de volgende definitie: "Monetarism is the belief that the primary determinant of

the state of macro-economic aggregate demand — whether there will be unemployment, whether there will be inflation — is money, M_1 or M_2 ; and more specifically, perhaps, its various rates of change ¹⁾”.

Het is de bedoeling van dit artikel een uiteenzetting te geven van de monetaristische visie ten aanzien van de theorie van de monetaire politiek. Deze visie stelt centraal dat de schommelingen in de economische activiteit niet zozeer verband houden met de bestedingen van de verschillende economische subjecten, maar in het bijzonder worden veroorzaakt door een onaangepast monetair beleid. De geldhoeveelheid wordt als een door de monetaire autoriteiten beheersbare grootheid beschouwd en veranderingen in deze geldhoeveelheid vormen de voornaamste oorzaak van veranderingen in het nationaal inkomen en de nationale bestedingen. Dientengevolge hechten de monetaristen een groot belang aan een beheersing van de geldvoorziening in de volkshuishouding.

Het behoeft geen betoog dat een juiste analyse van en een inzicht in de werking van de vaak zeer gecompliceerde transmissieprocessen een noodzakelijke voorwaarde vormen voor een doeltreffende voorbereiding van het monetair beleid. Dit betreft de vraag hoe het geld zijn invloed uitoefent op de economische activiteit, met andere woorden hoe de acties van de monetaire autoriteiten inwerken op de uiteindelijke doelstellingen van het macro-economisch beleid. Vervolgens is het van wezenlijk belang een inzicht te hebben in het verloop van het geldaanbodproces en na te gaan welke monetaire aggregaten gekozen moeten worden om te kunnen beoordelen of de actuele monetaire situatie neutraal, expansief of contractief is met betrekking tot de uiteindelijke doelvariabelen in de reële sfeer, zoals de werkgelegenheid en de prijsstabiliteit. Dit laatste zg. indicatorprobleem is, zoals verderop zal blijken, cruciaal afhankelijk van het veronderstelde transmissieproces tussen de monetaire en de reële sector van de volkshuishouding. Tenslotte is de vraag relevant of al dan niet een norm gesteld moet worden voor de monetaire politiek. Daarmee wordt dan bedoeld de kwestie of een bepaalde monetaire groeivoet moet worden vastgelegd en gepubliceerd of dat deze groeivoet door de monetaire autoriteiten steeds zal moeten worden bijgesteld, afhankelijk van de actuele economische situatie.

¹⁾ *P. Samuelson*, The role of money in national economic policy, in Controlling Monetary Aggregates, Federal Reserve Bank of Boston, juni 1969, p. 7. In dit verband kan worden verwezen naar *Modigliani* die stelt: "In reality the distinguishing feature of the monetarist school and the real issues of disagreement with non-monetarists is not monetarism, but rather the role that should probably be assigned to stabilization policies", in The monetarist controversy or, should we forsake stabilization policies?, *American Economic Review*, maart 1977, p. 1.

De bovenstaande vier onderdelen van de theorie van de monetaire politiek t.w. het transmissieproces, de geldaanbodtheorie, het indicatorprobleem en de normering van de monetaire politiek zullen in de volgende paragrafen uitvoerig aan de orde worden gesteld. In de laatste paragraaf zal de norm voor de monetaire politiek worden gezien tegen de achtergrond van de actuele problematiek in de westerse geïndustrialiseerde wereld t.w. de af-ruil tussen inflatie en werkloosheid.

§ 2. Het transmissieproces volgens de monetaristen

Bij de bestudering van de na-oorlogse monetaire literatuur treft men aan dat de door Keynes geïntroduceerde speculatieve geldvraagcomponent voor Tobin in 1958 aanleiding is geweest de monetaire theorie verder tot ontwikkeling te brengen.²⁾ Deze auteur heeft nl. bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille van de economische subjecten (geld versus obligaties) op een expliciete wijze rekening gehouden met risico- en onzekerheidsfactoren. Hij heeft duidelijk aangetoond dat een individuele, risicomijdende, belegger, in tegenstelling tot in de Keynesiaanse liquiditeitsvoorkeurtheorie, zowel geld als obligaties tegelijkertijd in de beleggingsportefeuille zal opnemen. Tobin en met hem een aantal economen van de universiteit van Yale hebben het orthodoxe Keynesiaanse geld-obligatie model verder uitgebouwd. In hun portefeuille-theorie wordt ervan uitgegaan dat de economische subjecten in verband met hun vermogenspositie allereerst beslissen welk bedrag ze uit het lopende inkomen wensen te sparen (vermogensvorming) en vervolgens nagaan hoe ze deze besparingen over de verschillende vermogensbestanddelen zullen gaan verdelen (vermogenssamenstelling). Het is op deze laatste beslissing dat de aandacht wordt gevestigd zowel door de monetaristen (Friedman, Brunner, Meltzer e.a.) als door de neo-Keynesiaanse auteurs (Tobin, Teigen e.a.).

In de portefeuille- of vermogenstheorie wordt verondersteld dat in de moderne, financieel hoog ontwikkelde volkshuishoudingen, de belegger kan kiezen uit een geheel spectrum van niet geheel substitueerbare (reële en financiële) vermogensactiva, waarvan sommigen een semi-geldkarakter dragen (spaar- en termijndeposito's). Het onderscheiden van de verschillende vermogensactiva betekent dat er niet slechts één opbrengstvoet wordt verklaard, zoals in het standaard Keynesiaanse IS-LM model (de obligatierentevoet), doch een geheel scala van opbrengstvoeten. Deze portefeuille-theorie brengt als het ware een synthese tot stand tussen enerzijds de orthodoxe Keynesiaanse benadering van de geldvraag (geld versus obliga-

²⁾ J. Tobin, Liquidity preference as behavior towards risk, Review of Economic Studies, februari 1958.

ties) en anderzijds de vroegere gedachten van de Cambridge-school (geld versus fysieke kapitaalgoederen)³⁾.

Naast deze neo-Keynesiaanse denkrichting in de monetaire theorie heeft, zoals reeds in de inleiding werd vermeld, Friedman met zijn herformulering van de klassieke kwantiteitstheorie een monetaire-contra-revolutie ingezet, waarbij evenals bij Tobin c.s. de functie van het geld als een vermogens-activum centraal wordt gesteld.⁴⁾ Aangezien het geld als een vermogensbestanddeel wordt aangehouden, moet de geldvraag worden benaderd als een onderdeel van een algemene theorie van het aanhouden van vermogensobjecten. Kort samengevat menen we te mogen stellen dat in de naoorlogse periode zowel de neo-Keynesianen als de monetaristen het geld als een betekenisvol vermogensactivum naast de andere, zowel reële als financiële vermogensactiva, een centrale plaats hebben toegekend in hun theoretische beschouwingen omtrent de invloed van het geld op de afloop van het reëel economisch proces.

Hoewel de beide stromingen één principieel gemeenschappelijk kenmerk hebben, komt het onderscheid tussen beide denkrichtingen tot uitdrukking in de aard en de beschrijving van het transmissieproces via welk een monetaire impuls uiteindelijk de economische activiteit zal gaan beïnvloeden.

De hiervolgende beschrijving van het transmissieproces is gebaseerd op de door Brunner en Meltzer ontwikkelde prijstheoretische analyse. Dit vanwege het feit dat Friedman en de monetaristen van de Federal Reserve Bank van St. Louis door het werken met herleide-vormvergelijkingen in wezen aan het overbrengingsproces van monetaire impulsen expliciet weinig aandacht hebben geschonken. De monetaire opvattingen van laatstgenoemde auteurs hebben in de jaren zestig tot vele empirische onderzoeken aanleiding gegeven, waarbij getracht werd de invloed van veranderingen in de geldhoeveelheid en in de overheidsuitgaven op de omvang van het nationaal inkomen te kwantificeren.⁵⁾ Deze onderzoeken werden in het niet-monetaristische kamp betiteld als een "zwarte doos", omdat zij schattingen zijn van de zg. gereduceerde vorm van een model dat niet nader is gespecificeerd. Op deze wijze blijven de verbindingsschakels tussen de monetaire en de reële sector verborgen. Bovendien kan worden opgemerkt dat het minder interessant is de invloed van monetaire en begrotingsimpulsen op de omvang van het nationaal inkomen te kennen dan de

³⁾ J. Tobin, Money, capital and other stores of value, American Economic Review, mei 1961, p. 26-37.

⁴⁾ M. Friedman, The quantity theory of money, a restatement, in The optimum quantity of money and other essays, Chicago, 1969.

⁵⁾ L. Anderson en J. Jordan, Monetary and fiscal actions: A test of their relative importance in economic stabilization; Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, november 1968.

invloed op de volume- en prijscomponent van het nationaal inkomen. Het zijn in het bijzonder Brunner en Meltzer geweest die op de uitdaging van de niet-monetaristen zijn ingegaan en die met behulp van de neo-klassieke theorie van de relatieve prijzen en de hiervoor genoemde portefeuilletheorie een zeer belangrijke theoretische grondslag hebben gegeven aan het monetaristische denken. Hoewel Brunner en Meltzer zich in een geringere mate baseren op het orthodoxe kwantiteitstheoretische denken dan Friedman, komen beide vormen van monetarisme met elkaar overeen daar waar het de geldvraagfunctie als de meest stabiele en dominerende relatie in de macro-economische beschouwingen betreft. Elke mutatie in het geldaanbod wordt onvermijdelijk gevolgd door een reactie in de economische activiteit en/of in het prijsniveau.⁶⁾

De opvattingen van Brunner en Meltzer, in het vervolg aangeduid als monetaristen, ten aanzien van de transmissieproblematiek vertonen sterke analogieën met het neo-Keynesiaanse mechanisme van de aanbodprijs van kapitaalgoederen,⁷ alhoewel zij het aantal relevante vermogensactiva uitbreiden met duurzame consumptiegoederen en zelfs met het immateriële "human capital". Zij gaan er van uit dat de economische ontwikkeling in wezen stabiel is en dat de veranderingen in de relatieve prijzen of opbrengstvoeten van de verschillende financiële en fysieke vermogensactiva (o.a. geld, termijn- en spaardeposito's, obligaties, aandelen, kapitaalgoederen en duurzame consumptiegoederen) exogene schokken zullen absorberen. Kenmerkend voor de monetaristen is dat de transmissie tussen de monetaire en de reële sector zich volledig voltrekt via substitutieprocessen, in werking gezet door veranderingen in relatieve prijzen, en via aanpassingen in het vermogen van de economische subjecten (vermogeneffect). De portefeuilles van de economische subjecten bestaan uit geld, financiële en reële activa. De bedoelde substitutieprocessen hebben betrekking op een substitutie tussen de verschillende vermogensactiva onderling, tussen bestaande activa en nieuw te produceren eenheden en tenslotte tussen het aanschaffen van een fysiek activum en de verwerving van de diensten die dit activum oplevert. De centrale gedachte is steeds dat het aanbodsurplus van een bepaald activum zich zal richten op een ander activum en wel dat activum waarmee het de beste substitutierelatie heeft. Het evenwicht in de beleggingsportefeuille zal na een initiële verstoring pas zijn hersteld, nadat de relatieve prijzen en opbrengstvoeten zich zodanig hebben aangepast dat de vraag naar en het aanbod van ieder vermogensbestanddeel aan elkaar gelijk zijn. Via de portefeuillebeslissingen van de economische subjecten ontstaat zo een verklaring van de verbindingsschakels tussen de monetaire en de

⁶⁾ C. K. Nieuwenburg, Een vorm van modern monetarisme, Maandschrift Economie, september, 1973, p. 537.

reële sfeer, aangezien onder het vermogen zowel reële als financiële activa zijn begrepen.⁷⁾

Alvorens een beschrijving te geven van het overbrengingsproces willen we nog even stilstaan bij de cruciale betekenis van de werking van de kredietmarkt in het monetaristische denkmodel; temeer daar deze markt ook een belangrijke rol speelt in de moderne geldaanbodtheorie (zie paragraaf 3). Het zijn vooral Brunner en Meltzer geweest die een fundamentele kritiek hebben geleverd op de traditionele Keynesiaanse theorie, zoals deze na de tweede wereldoorlog in de IS-LM modellen is gepresenteerd. Immers in het Keynesiaanse twee-activa model wordt verondersteld dat enerzijds het geld en de overheidobligaties onvolkomen substituten zijn voor elkaar en dat anderzijds de obligaties en de reële kapitaalgoederen perfect substitueerbaar zijn en derhalve als zodanig als één vermogensactivum kunnen worden aangemerkt. Als gevolg van deze suppositie gaat in het Keynesiaanse model een vraagsurplus naar obligaties steeds gepaard met een even groot aanbodsurplus van geld. Dit betekent dan dat de obligatiemarkt (kredietmarkt) een spiegelbeeld is van de geldmarkt en op basis van de Wet van Walras kan worden geëlimineerd. Een en ander heeft tot gevolg dat er op deze wijze geen ruimte meer bestaat voor een analyseren van de financiering van budgettekorten via een afgifte van obligaties, aangezien de rentevoet die op de geldmarkt wordt bepaald door deze totale financiële transactie niet zal worden beïnvloed. Om dit te voorkomen wordt door de monetaristen naast de geldmarkt expliciet de kredietmarkt in de theoretische analyse opgenomen. Op deze wijze resulteren er in totaliteit vier markten t.w. de goederenmarkt, de kredietmarkt, de geldmarkt en de markt voor bestaande kapitaalgoederen. Op grond van de Wet van Walras wordt vervolgens de markt van bestaande kapitaalgoederen geïntegreerd met de Walrasiaanse geldmarkt, zodat in wezen maar drie markten expliciet naar voren komen. Het is nu de kredietmarkt welke de schuldtitels van de overheid verdeelt over banken en publiek en die de particuliere sector de mogelijkheid biedt een herallocatie van de beleggingsportefeuille tot stand te brengen. Bovendien treden op deze markt de banken op als aanbieders van krediet (vragers van particuliere schuldtitels) en het publiek als vrager van krediet (aanbieder van particuliere schuldtitels). Door de wisselwerking tussen de banken en het publiek komt op de kredietmarkt de rente op financiële schuldtitels tot stand.

⁷⁾ Zie in dit verband, *K. Brunner*, A survey of selected issues in monetary theory, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 1971, p. 1-146; en *K. Brunner* en *A. Meltzer*, Money, debt and economic activity, *Journal of Political Economy*, september/oktober 1972, p. 951-977.

Op de geldmarkt daarentegen wordt in deze kredietmarktbenadering de prijs bepaald waartegen de economische subjecten bereid zijn de bestaande voorraad reële kapitaalgoederen in de beleggingsportefeuille op te nemen. Dit is dan de prijs van de bestaande kapitaalgoederen welke in het nu volgende transmissieproces een essentiële rol speelt.⁸⁾

Het bedoelde, vrij gecompliceerde, transmissieproces volgens de monetaristen verloopt nu als volgt. Indien de Centrale Bank een expansieve monetaire politiek voert en daartoe bijvoorbeeld schatkistpapier koopt van het publiek zal er een verstoring optreden in de beleggingsportefeuille van de economische subjecten. Immers de feitelijke kasvoorraden van de economische subjecten zijn in verhouding tot de gewenste kasvoorraden te omvangrijk geworden. Er ontstaat nu een aanbodsomplus van reële kasvoorraden, hetwelk door het publiek geëlimineerd zal worden door het uitoefenen van een grotere vraag naar een rentedragend activum dat de rol van het schatkistpapier in de portefeuille kan overnemen. Voorzover de substitutie zich nu richt op obligaties zal een vraagomplus naar obligaties ontstaan en zullen de koersen van deze financiële activa stijgen. Hierdoor zal de opbrengstvoet van obligaties relatief dalen ten opzichte van andere concurrerende financiële beleggingsvormen, zoals aandelen. Dit zal, volgens de veronderstelling van de onderlinge substitueerbaarheid van de vermogensactiva, resulteren in een verdere aanpassing binnen de beleggingsportefeuille waardoor de substitutie zich vervolgens richt op aandelen. Een stijgende prijs van aandelen betekent dat de prijs van bestaande kapitaalgoederen komt te liggen boven de prijs van nieuw te produceren eenheden. Dit prijs-écart geeft een prikkel via vergroting van de investeringsactiviteit de productie van kapitaalgoederen uit te breiden. De bedoelde investeringsimpuls zal via de traditionele multiplier- en acceleratoreffecten aanleiding geven tot een vergroting van de economische activiteit. De economische subjecten hebben derhalve de vraag naar bestaande kapitaalgoederen vervangen door een vraag naar nieuw te produceren kapitaalgoederen. Het hier beschreven mechanisme van de aanbodprijs van kapitaalgoederen, hetwelk centraal staat in het neo-Keynesiaanse overbrengingsproces van monetaire impulsen, wordt door Brunner als volgt uitgedrukt: "Die Neuproduktion von Realkapital ist ein enges Substitut zum vorhandenen Realkapital. Steigende Preise für Vermögensobjekte induzieren auf diese Weise eine Substitution von vorhandenem Realkapital durch neues Kapital. Folglich nehmen die Investi-

⁸⁾ J. Kuné, Enige ontwikkelingen in de monetaire theorie: een comparatieve literatuurstudie. Maandschrift Economie, juni/juli 1976, p. 481; zie ook C.K. Nieuwenburg, Maandschrift Economie, september 1972 t.a.p. p. 546-547.

tionsausgaben mit dem Konsumausgaben zu".⁹⁾ In dit citaat wordt scherp naar voren gebracht dat er een onderscheid moet worden gemaakt tussen de markt voor bestaande kapitaalgoederen en de goederenmarkt (lopende productie). Op de eerste markt worden de in de betreffende periode aanwezige kapitaalgoederen verhandeld, terwijl op de tweede markt de vraag naar nieuw te produceren kapitaalgoederen (investeringsvraag) tesamen met de consumptieve vraag tot uitdrukking komt. Op deze wijze ontstaan er derhalve twee prijzen voor de reële kapitaalgoederen: één voor de reeds aanwezige kapitaalgoederen en één voor de kapitaalgoederen die in de betreffende periode zijn geproduceerd. In de macro-economische beschouwingen is deze laatste prijs dan gelijk aan de prijs van consumptiegoederen als onderdeel van de lopende productie.

Zoals reeds is opgemerkt hanteren de monetaristen een ruim vermogensbegrip en rekenen daartoe ook duurzame consumptiegoederen en zelfs het menselijk vermogen. Dit betekent dat de veranderingen van de interestvoeten en van de rendementen in de financiële sfeer niet alleen resulteren in een verandering in de vraag naar investeringsgoederen maar bovendien in een wijziging in de vraag naar deze duurzame consumptiegoederen en naar menselijk kapitaal (scholing etc.). Vervolgens wordt door de monetaristen nog verondersteld dat de prijsontwikkeling van de producten en diensten die het kapitaal voortbrengt met een zekere vertraging reageren op de prijsontwikkeling van de fysieke kapitaalgoederen. Ook hierdoor zal een substitutieproces op gang worden gebracht tussen de vraag naar het fysieke vermogensactivum zelf en de vraag naar de producten en diensten van het betreffende activum (huizen huren in plaats van kopen), waardoor eveneens de economische activiteit wordt gestimuleerd. Het feit dat de monetaristen bij de presentatie van hun theorie aan deze laatste substitutierelatie een relatief geringe aandacht schenken zou erop kunnen wijzen dat het praktisch vaak zeer moeilijk zal zijn het verwerven van de diensten van een activum los te koppelen van het verwerven van het activum zelf. De bovenstaande neo-klassieke theorie van de relatieve prijzen leidt ertoe dat een expansieve monetaire impuls via een groot aantal substitutieprocessen binnen de vermogensportefeuille uiteindelijk neerslaat in een vraagexpansie op alle markten.

Tenslotte wijzen de monetaristen nog op de werking van het vermogens-effect, hetwelk zich op twee manieren kan manifesteren. Op de eerste

⁹⁾ K. Brunner, Eine Neuformulierung der Quantitätstheorie des Geldes, die Theorie der relativen Preise, des Geldes, des Outputs und der Beschäftigung, in Kredit und Kapital, februari 1970, p. 10; zie ook K. Brunner, The "monetarist revolution", in monetary theory, Weltwirtschaftliches Archiv, Heft 1, 1970, p. 1-30.

plaats zal de door een expansieve monetaire impuls geïnduceerde rentedaling resulteren in een stijging van de waarde van de bestaande vermogensobjecten (indirect vermogens-effect). De monetaristen gaan ervan uit dat het vermogen een belangrijke determinant is van de consumptieve bestedingen, zodat deze bestedingen in eenzelfde richting als het vermogen zullen worden aangepast. We zien dus dat de totale bestedingen op twee wijzen worden beïnvloed: enerzijds via de hiervoor beschreven substitutieprocessen, anderzijds via de door rentedalingen geïnduceerde vermogens-effecten als gevolg van de initiële monetaire impuls. Zowel het substitutie-effect als het vermogens-effect werken ten aanzien van de bestedingen in dezelfde richting. Op de tweede plaats is het mogelijk dat de monetaire impuls zelf een reële vermogensverandering tot stand brengt (direct vermogens-effect), in die zin dat de impuls als zodanig een verandering in de netto-vermogenspositie van de particuliere sector inhoudt. Ten aanzien van deze kwestie bestaan er in de monetair-theoretische literatuur sterke meningsverschillen, welke zich concentreren rond de vraag welke activa nu precies deel uitmaken van het totale vermogen van de particuliere sector. In ieder geval kan gesteld worden dat voorzover de monetaire impuls betrekking heeft op het externe geld er een gelijkgerichte mutatie in het netto-vermogen van de particuliere sector en dientengevolge in de bestedingen zal optreden.¹⁰⁾ In dit verband komt de vraag naar voren in hoeverre de rentedragende overheidsobligaties in handen van het publiek tot hun netto-vermogenspositie kunnen worden gerekend. De monetaristen hebben deze vraag bevestigend beantwoord. Hieraan ligt dan de essentiële veronderstelling ten grondslag dat de particuliere sector de toekomstige belastingverplichtingen ten behoeve van de rente en aflossingen niet kapitaliseren. Naarmate nu een groter deel van de toekomstige belasting-schuld gekapitaliseerd zal worden is het netto-vermogens-effect van de uitgifte van staatsobligaties geringer en dientengevolge ook de invloed op de totale bestedingen in de volkshuishouding.¹¹⁾

Concluderend menen we te mogen stellen dat de monetaristen, i.c. Brunner en Meltzer, in het recente verleden in staat zijn geweest de hiervoor genoemde kritieken van de niet-monetaristen op het idee van de "black box" hebben weten te ontzenuwen door een duidelijke analyse te geven van de wijze waarop monetaire impulsen inwerken op de economische activiteit. Een en ander geschiedt via een vrij gecompliceerd portefeuille-aanpassingsproces, waarbij de relatieve opbrengstvoeten van de verschil-

¹⁰⁾ Het externe geld betreft schuldtitels, uitgegeven door de monetaire autoriteit, waartegenover geen schuld staat van het publiek.

¹¹⁾ J. J. Sijben, Money and economic growth, Tilburg Studies in Economics, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, Leiden 1977, p. 170-172.

lende vermogensactiva, de vermogenseffecten en de onderlinge substituerelaties tussen de activa een strategische rol spelen.

§ 3. Het geldaanbodproces

In de standaard Keynesiaanse theorie waar de vraag naar geld (liquiditeitsvoorkeurtheorie) centraal staat, wordt het geldaanbod als een exogeen bepaalde grootheid opgenomen. De veronderstelling van een autonoom geldaanbod houdt in dat de Centrale Bank onder alle omstandigheden de haar ter beschikking staande monetaire instrumenten zodanig zal kunnen aanwenden dat de gewenste omvang van de geldhoeveelheid wordt gerealiseerd. Achter deze visie van het exogene geldaanbod staat de leer van de mechanische geldmultipliator. Deze stelt dat er een eenvoudig mechanisch verband bestaat tussen enerzijds de geldhoeveelheid en anderzijds de door de Centrale Bank gecreëerde volkomen liquide schuldtitels (basisgeld). Een en ander is een tamelijk vergaande abstractie van de werkelijkheid. Immers op deze wijze wordt voorbijgegaan aan het feit dat het particuliere bankwezen de mogelijkheid bezit via de kredietverlening min of meer zelfstandig een wijziging aan te brengen in de maatschappelijke geldhoeveelheid.

De monetaristen (Friedman, Schwartz, Cagan en later vooral Brunner en Meltzer) daarentegen gaan ervan uit dat de geldhoeveelheid mede door endogene factoren wordt bepaald.¹²⁾ Daarmee wordt dan bedoeld dat het bankwezen uit rentabiliteitsoverwegingen een variabel deel van de beschikbare reserves gebruikt voor kredietverlening aan de particuliere sector en een ander deel gebruikt voor een andere rentedragende belegging. Onder deze omstandigheden wordt het kredietaanbod afgeleid uit het winstmaximalisatiestreven en de portefeuillesamenstelling van het bankwezen, zodat het kredietaanbod in wezen afhankelijk is van de verschillende opbrengstvoeten van de onderscheiden financiële activa. Het geldaanbod wordt zo gedeeltelijk een endogene grootheid, waarvan de omvang bij een gegeven hoogte van het nationaal inkomen, het resultaat is van een wisselwerking tussen de activiteiten van de Centrale Bank, de overheid, het bankwezen en het publiek met betrekking tot de samenstelling van hun beleggingsportefeuille. In dit verband kan dan worden gedacht aan de activiteiten van het bankwezen met betrekking tot hun

¹²⁾ M. Friedman en A. Schwartz, A monetary history of the United States, 1867-1960, Princeton 1963. Ph. Cagan, Determinants and effects of changes in the stock of money, 1875-1960, New York 1965. K. Brunner, A scheme for the supply theory of money, International Economic Review, januari 1961. P. Korteweg, De monetaire sector, het aanbod van geld en de instrumenten van monetaire politiek, Leiden 1971.

overschotreserves, acties van de particulieren ten aanzien van de verhouding waarin ze chartaal, giraal geld en termijndeposito's wensen aan te houden etc. Door gebruik te maken van de instrumenten van de monetair politiek verstoort de Centrale Bank de evenwichtige samenstelling van de portefeuille van banken en publiek, waardoor aanpassingsprocessen in gang worden gezet die het geldaanbod veranderen. Brunner drukt een en ander als volgt uit. "This program suggests that the public and banks interact in the determination of bankcredit, interest rates and the money stock, in response to the behavior of monetary authorities".¹³⁾

Op basis van vele theoretische en empirische onderzoeken komen de monetaristen tot de conclusie dat de monetaire autoriteiten in staat zijn om de bewegingen in de maatschappelijke geldhoeveelheid te beheersen en dat deze geldhoeveelheid een juiste indicator is om de effecten van de monetair politieke acties op de uiteindelijke doelvariabelen in de reële sfeer te interpreteren (zie paragraaf 4). Wanneer men nu van mening is dat vooral de geldhoeveelheid bepalend is voor de ontwikkeling van de doelvariabelen in de reële sfeer, dan ligt het voor de hand te analyseren hoe de relaties liggen tussen de verschillende instrumenten van monetair politiek en de geldhoeveelheid.

De monetaristen gaan er in hun geldaanbodtheorie van uit dat het basisgeld als oriëntatiepunt voor de geldpolitiek bijzonder geschikt is, daar de omvang van deze hoeveelheidsvariabele door de Centrale Bank gereguleerd kan worden. Veranderingen in de omvang van het basisgeld welke niet uit de interventies van de monetaire autoriteiten voortvloeien kunnen kwantitatief worden afgezonderd. In de monetaristisch geïnspireerde geldaanbodanalyse wordt het geldaanbod bepaald door het product van het basisgeld en de geldmultipliator. Deze geldmultipliator incorporeert als het ware al die economische en institutionele factoren, welke een verband vormen tussen de veranderingen in de basisgeldhoeveelheid en een aantal monetair aggregaten zoals de geldhoeveelheid in enge zin, in ruime zin (incl. termijndeposito's) en het bankkrediet. Dit geldaanbodproces, gebaseerd op de conceptie van de basisgeldhoeveelheid, kan op de meest eenvoudige wijze als volgt worden weergegeven.¹⁴⁾ Het basisgeld (B) is het geld dat door de Centrale Bank is gecreëerd en door het bankwezen als een kasreserve (R) en door het publiek als chartaal geld wordt aangewend

¹³⁾ K. Brunner, The role of money and monetary policy, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, juli 1968, p. 24.

¹⁴⁾ Voor een uitvoerige en heldere uiteenzetting van de geldaanbodtheorie kan worden verwezen naar A.E. Burger, The money supply process, Wadsworth Publ. Co. 1972, en P. Korteweg, t.a.p. 9-28.

(C)¹⁵⁾. Deze volkomen liquide schuldtitel van de monetaire autoriteiten wordt door de neo kwantiteitstheoretici meestal aangeduid als "high-powered money". In symbolen uitgedrukt kunnen we schrijven:

$$(1) B = R + C.$$

Indien de Centrale Bank het bankwezen een bepaalde kasreserveverplichting (r_d en r_t) voorschrijft tegenover respectievelijk de girale deposito's (D) en de termijndeposito's (T), waarbij geldt $r_d > r_t$, en voorzover het bankwezen een zekere overschotreserve wenst aan te houden (E), resulteert de volgende relatie:

$$(2) R = r_d D + r_t T + E.$$

Uit vergelijking (2) kan vervolgens voor het aanbod van giraal geld worden geschreven:

$$(3) D = \frac{R - r_t T - E}{r_d}.$$

Indien daar nu nog het chartale geld bij het publiek aan wordt toegevoegd resulteert voor het totale geldaanbod (M):

$$(4) M = C + \frac{R - r_t T - E}{r_d}. \quad (4.1)$$

Uit vergelijking (4) kan voorlopig worden geconcludeerd dat het geldaanbod door zes factoren wordt bepaald, waarvan er drie afhankelijk zijn van het gedrag van de monetaire autoriteiten (R , r_d en r_t), twee worden bepaald door het niet-bancaire publiek (C en T) en een afhankelijk is van het gedrag van het bankwezen zelf (E). De overschotreserves (E), zijnde het verschil tussen de aanwezige reserves en de verplichte reserves, worden door het bankwezen om twee redenen aangehouden. Enerzijds om eventuele toekomstige liquiditeitsmoeilijkheden te voorkomen (voorzorgsmotief), anderzijds om de mogelijkheid open te houden deze middelen in de toekomst op een meer rendabele wijze te beleggen (speculatiemotief). Het gaat hierbij dus om een afweging tussen een grotere liquiditeit en een geringere rentabiliteit e.o.. Deze keuzeproblematiek doet zich in de mechanische geldaan-

¹⁵⁾ De basisgeldhoeveelheid is hier bedoeld in on gecorrigeerde zin, d.w.z. er is geen correctie aangebracht voor vrijgekomen c.q. geabsorbeerde reserves als gevolg van wijzigingen in de kasreserve-voorschriften.

bodtheorie niet voor, daar verondersteld wordt dat het bankwezen steeds "fully loaned-up" is.

Indien we vervolgens veronderstellen dat het publiek enerzijds een bepaalde verhouding (c) tussen chartaal en giraal geld wenst aan te houden en anderzijds streeft naar een bepaalde verhouding (t) tussen de rente-dragende termijndeposito's en de girale tegoeden en dat het bankwezen een gewenste verhouding (e) van overschotreserves ten opzichte van de girale tegoeden nastreeft, kan, rekening houdend met relatie (2), vergelijking (1) als volgt worden geformuleerd:

$$(1') B = (r_d + r_t t + e + c) D.$$

De relatie tussen de basisgeldhoeveelheid en het girale geld kan nu als volgt worden weergegeven:

$$(5) D = \frac{1}{r_d + r_t t + e + c} B.$$

Voor het totale geldaanbod, giraal en chartaal geld, resulteert tenslotte de volgende relatie:

$$(6) M = \frac{1 + c}{r_d + r_t t + e + c} B.$$

De term $\frac{1 + c}{r_d + r_t t + e + c}$ wordt aangeduid als de geldmultiplicator en geeft weer het getal waarmee een verandering in de hoeveelheid basisgeld (B) moet worden vermenigvuldigd om de mutatie in het totale geldaanbod (M) te vinden.

De laatstgenoemde aanbodvergelijking (6) laat zien dat het geldaanbod in de volkshuishouding door de volgende grootheden wordt bepaald.¹⁶⁾

- de hoeveelheid basisgeld die door de monetaire autoriteiten wordt gecreëerd (B).
- de door de Centrale Bank vastgestelde kasreserve-verplichting tegenover girale tegoeden (r_d) en tegenover termijndeposito's (r_t).
- de chartale geldquote (c) die het publiek wenst aan te houden.
- de verhouding (t) waarin het publiek rentedragende liquide vermogens-titels wil aanhouden ten opzichte van het girale geld.
- de door het bankwezen gewenste verhouding (e) tussen de overschot-reserves en de girale verplichtingen.

¹⁶⁾ D. Wrightsman, An introduction to monetary theory and monetary policy, New York, 1976, p. 62-70.

Indien wordt verondersteld dat de bovengenoemde verhoudingscijfers e , c en t , die het gedrag van banken en publiek ten aanzien van de samenstelling van de beleggingsportefeuille vertegenwoordigen, constant zijn, kan gesteld worden dat de monetaire autoriteiten via een regulering van het basisgeld en van de verplichte kaspercentages de geldhoeveelheid kunnen beheersen. In de praktijk zijn de bedoelde verhoudingscijfers echter niet constant, maar cruciaal afhankelijk van de opbrengstvoeten van de verschillende vermogensactiva, de discontovoet van de Centrale Bank en het niveau van de economische activiteit. Zo zal bijvoorbeeld een verhoging van de rentevergoeding op termijndeposito's aanleiding geven tot een substitutieproces van girale tegoeden naar termijndeposito's, waardoor de waarde van t stijgt. Deze financiële omzettingen zullen resulteren in een grotere overschotreserve ($r_t < r_d$) dan gewenst, hetgeen vervolgens voor de banken een aanleiding kan zijn de kredietuitzettingen te vergroten. Zoals uit relatie (6) kan worden afgeleid zal dit substitutieproces de numerieke waarde van de geldmultipliator verminderen, zodat eenzelfde hoeveelheid basisgeld nu een geringer geldaanbod vertegenwoordigt dan anders het geval zou zijn geweest. Eenzelfde redenering kan worden gevolgd indien de banken de gewenste overschotreserve (e) willen verlagen, bijvoorbeeld vanwege een lagere discontovoet van de Centrale Bank en/of een hogere marktrentevoet of indien het publiek door een verdere giralisering van het betalingsverkeer de chartale geldquote verkleint (c). In beide gevallen zal een zodanig aanpassingsproces plaatsvinden waardoor de waarde van de geldmultipliator stijgt en het kredietaanbod en de geldhoeveelheid kunnen toenemen. Onder omstandigheden kan het zelfs voorkomen dat wanneer de mogelijkheden van kredietverlening erg aantrekkelijk zijn, de banken negatieve vrije reserves accepteren (de geleende reserves bij de Centrale Bank zijn groter dan de overschotreserves).¹⁷⁾

Uit de bovenstaande analyse van het geldaanbodproces kan worden geconcludeerd dat de veranderingen in de waarde van de geldmultipliator een weerspiegeling zijn van veranderingen in de monetaire gedragingen van het publiek en het bankwezen. De bedoelde gedragingen zijn afhankelijk van de ontwikkeling van de economische activiteit, de marktrentevoeten en toekomstverwachtingen. De veranderingen in het basisgeld incorporeren de monetair politieke maatregelen van de Centrale Bank (disconto- en open-

¹⁷⁾ Voor empirische studies ten aanzien van het geldaanbodproces, zie *R. Rasche*, A review of empirical studies of the money supply mechanism, in Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, juli 1972, p. 11-19. Zie ook *M. Neldner*, The determinants of the currency ratio, the time deposit ratio and the savings deposit ratio: an econometric analysis for the West-German Economy, Rapport gepresenteerd op het Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Policy, juni 1977, p. 2-5.

marktpolitiek en wijzigingen in de kasreserve-verplichtingen). De veranderingen in het basisgeld kunnen op hun beurt weer de rentevoeten beïnvloeden, welke vervolgens een verandering in de waarde van de geldmultiplicator kunnen induceren. De vermogentheoretische aanpak in het geldaanbodproces leidt ertoe dat men het bankwezen en het publiek als economisch calculerende- in plaats van als technisch-mechanisch handelende categorieën is gaan beschouwen. De hoeveelheid basisgeld en het gerealiseerde kasreserve percentage worden niet uitsluitend bepaald door de instrumenten van monetaire politiek, maar eveneens door het rationeel handelend bankwezen en publiek. Op deze wijze sluit de bovenstaande eenvoudige theorie van het geldaanbod goed aan bij de in de literatuur beschreven herformulering van de orthodoxe-kwantiteitstheorie in een vermogenstheoretische verklaring van de vraag naar geld.¹⁸⁾ Alhoewel uit de voorgaande uiteenzettingen is gebleken dat de geldhoeveelheid mede door endogene factoren wordt bepaald, tot uitdrukking komend in veranderingen van de waarde van de geldmultiplicator, zijn de monetaristen van mening dat de geldhoeveelheid per saldo een exogene, in de zin van beheersbare grootheid is. Dit laatste op grond van de empirische studies die laten zien dat veranderingen in de basisgeldhoeveelheid dominerend zijn voor de ontwikkeling van de totale geldhoeveelheid.¹⁹⁾

§ 4. Het indicatorprobleem

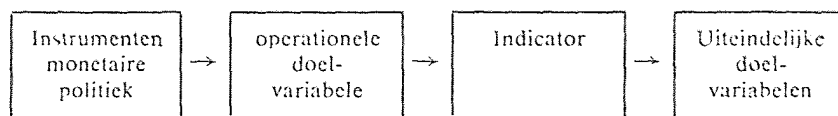
De uiteenzettingen omtrent de kwestie op basis van welke theoretische supposities de invloed van het geld op de economische activiteit het beste kan worden verklaard en hoe men vervolgens kan komen tot het opstellen van een efficiënte geldpolitieke strategie heeft zowel de theoretici als de practici tegen het einde van de jaren zestig in twee kampen verdeeld: de monetaristen en de niet-monetaristen of Keynesianen. Tot die tijd hadden de monetaire autoriteiten nog geen expliciet monetair politiek kader ontworpen en werden nog geen numerieke waarden voor bepaalde monetaire variabelen gespecificeerd. De hiervoor bedoelde geldpolitieke strategie houdt in een gesloten aaneenschakeling in het denkmodel tussen de bekende instrumenten van monetaire politiek en een aantal intermediaire variabelen enerzijds en tussen deze intermediaire variabelen en de uiteindelijke doelvariabelen in de reële sfeer (werkgelegenheid, prijsniveau etc.) anderzijds.

¹⁸⁾ P. Korteweg, t.a.p. p. 208.

¹⁹⁾ R. Rasche, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, juli 1972, t.a.p. p. 11 en J. Jordan, Elements of money stock determination, Reprint, Federal Reserve Bank of St. Louis, oktober 1969, p. 10-19.

Aangezien, zoals algemeen bekend is, de monetair politieke maatregelen met een aanzienlijke, (variabele) vertraging inwerken op de economische activiteit, zullen de verantwoordelijke monetaire autoriteiten géén onmiddellijke invloed van hun acties kunnen waarnemen op de genoemde strategische doelvariabelen in de reële sfeer. In het monetair politieke beslissingsproces kunnen nu als het ware twee fasen worden onderscheiden. Allereerst zullen de monetaire autoriteiten een beslissing moeten nemen met betrekking tot de richting welke ze willen inslaan teneinde bepaalde economische doelvariabelen te realiseren. Bij de keuze van deze doelstellingen kunnen zich zeer wel bepaalde dilemma's voordoen met name de onverenigbaarheid van prijsstabiliteit en een hoog niveau van werkgelegenheid (zie paragraaf 5). Vervolgens zal moeten worden nagegaan hoe de verschillende monetaire instrumenten gehanteerd zullen worden teneinde deze doelstellingen in de reële sfeer te realiseren. Ten aanzien van de eerste kwestie, de vaststelling van de uiteindelijke doelvariabelen in termen van reële productie, werkgelegenheid en prijsniveau, bestaat er zowel in de theorie (Keynesianen versus monetaristen) als in de praktijk nagenoeg géén misverstand. Met betrekking tot het tweede punt, de relatie tussen de instrumenten van de monetaire politiek en de uiteindelijke doelvariabelen in de reële sfeer bestaat er daarentegen veel onduidelijkheid.

Het voeren van een juiste monetaire politiek zou uiteraard aanzienlijk worden vergemakkelijkt indien er een volledige informatie zou bestaan omtrent de precieze werking van het transmissieproces tussen de monetaire en de reële sfeer. Immers in dat geval zou men enkel de monetair politieke instrumenten hoeven te hanteren teneinde de bekende en gewenste effecten met betrekking tot de vastgestelde doelvariabelen te realiseren. Aangezien deze volledige informatie in de praktijk ontbreekt en de transmissieprocessen gecompliceerd zijn, waarbij ook nog de effecten van de monetair politieke acties in de tijd gespreid zijn, is de volgende werkwijze naar voren gebracht. De monetaire autoriteiten zullen bepaalde intermediaire variabelen moeten introduceren die bij de uitvoering van de monetaire politiek de bedoelde informatie kunnen verstrekken. Uit een pragmatisch oogpunt heeft men het monetair politieke beslissingsproces in een aantal segmenten verdeeld en een tweetal intermediaire variabelen ten tonele gevoerd t.w. de zg. operationele doelvariabele en de indicator.²⁰⁾ Schematisch zou men dit proces als volgt kunnen weergeven:



²⁰⁾ A. Burger, The implementation of monetary policy, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, maart 1971.

Het is allereerst wenselijk te komen tot een terminologische afbakening van de begrippen indicator en operationele doelvariabele en na te gaan welke monetaire variabelen daarvoor in aanmerking komen. De bedoelde problematiek met betrekking tot deze intermediaire variabelen is in de laatste jaren in de monetair theoretische literatuur breedvoerig aan de orde gesteld en heeft de controverse tussen monetaristen en niet-monetaristen weer hevig doen oplaaien.²¹⁾ Een eerste probleem dient zich aan bij de interpretatie van de effecten welke het monetaire beleid heeft op de uiteindelijke doelvariabelen in de reële sfeer. De vraag komt dan naar voren aan de hand van welke variabele(n) men kan beoordelen of de actuele monetaire interventies neutraal, expansief of contractief zijn met betrekking tot de uiteindelijke doelvariabelen. Deze beoordeling kan niet geschieden aan de hand van de ontwikkeling van economische peil-grootheden zoals werkloosheids- of inflatiegraad, daar actuele veranderingen in deze grootheden zeer wel het resultaat kunnen zijn van monetaire acties uit een voorafgaande periode. Het antwoord op de vraag is zeer nauw verbonden met de opvattingen die men huldigt ten aanzien van het transmissieproces, dus de schakels via welke de monetaire politiek inwerkt op de economische activiteit. Immers een dergelijke indicator of richtsnoer bedoelt een inzicht te geven in de lopende inwerking van de monetaire impuls op de toekomstige ontwikkeling van de doelvariabelen in de reële sfeer. De indicator moet een adequate afbeelding zijn van de doelvariabelen en vormt de laatste schakel in het transmissieproces. In principe komt iedere monetaire variabele als indicator in aanmerking, mits aan de volgende eisen wordt voldaan. Allereerst zal een verandering in de waarde van de indicator een sterk voorspelbaar effect moeten hebben op de vastgestelde doelvariabelen in de reële sfeer. Vervolgens zullen de monetaire autoriteiten snel over betrouwbare informatie moeten kunnen beschikken met betrekking tot de waarde van de indicator. Tenslotte moet de indicator ook sterk beheerst kunnen worden door de monetaire autoriteiten, zodat een verandering in de waarde van de indicator geïnterpreteerd kan worden als het resultaat van de door de monetaire autoriteiten ondernomen acties. Vanuit de niet-monetaristische zijde wordt in dit verband een voorkeur uitgesproken voor een prijsvariabele (een marktrentevoet), terwijl de monetaristen meer het accent leggen op een hoeveelheidsvariabele (een of ander monetair aggregaat). Deze keuze-problematiek zal verderop nog worden besproken. Een tweede, met de beheersbaarheid van de indicator samenhangend, probleem bij de opstelling van de geldpolitieke strategie doet zich voor, daar

²¹⁾ Zie *Open Market Policies and Operating Procedures* — Staff Studies, Board of Governors of the Federal Reserve System, juli 1971; en *Monetary aggregates and monetary policy*, Federal Reserve Bank of New York, 1974.

er géén directe en éénduidige relatie bestaat tussen de instrumenten van de monetaire politiek en de gekozen indicator. Immers nadat een bepaald instrument is gehanteerd kunnen tijdens de inwerking daarvan op de indicator andere economische factoren deze indicator beïnvloeden, zodat de indicator een verkeerde informatie geeft omtrent de invloed van de monetaire acties. Dit zou vervolgens gemakkelijk kunnen leiden tot een verkeerde beoordeling van de actuele monetaire politiek. Ook hierbij is wederom voor een pragmatische oplossing gekozen door de introductie van zg. operationele doelvariabelen, waardoor de monetaire politiek qua uitvoering verbeterd kan worden. Deze operationele doelvariabele is een monetaire grootheid die als het ware zelf weer als richtsnoer fungeert voor de initieel gekozen indicator. Het is een grootheid die door de Centrale Bank in principe dagelijks beheerst moet kunnen worden via de geldmarkt-operaties. De operationele doelvariabele is als het ware de "monetaire brandstof" die door de monetaire autoriteiten wordt aangevoerd, terwijl de indicator aangeeft in hoeverre deze brandstof wordt omgezet in "monetaire energie" die de economische activiteit moet aandrijven.

Aan een dergelijke operationele doelvariabele worden de volgende drie eisen gesteld.²²⁾ Van wezenlijk belang is dat de monetaire autoriteiten de waarde van deze variabele op zeer korte termijn, liefst dagelijks, nauwkeurig kunnen meten. Dit om zich ervan te kunnen verzekeren dat de invloed van hun monetaire acties in de juiste richting gaat en bijgevolg het gewenste effect op de doelvariabelen in de reële sfeer zal worden bewerkstelligd. Vervolgens moet deze variabele, zoals gezegd, op korte termijn door de Centrale Bank beheerst kunnen worden met behulp van de instrumenten van monetaire politiek. Tenslotte is het noodzakelijk dat mutaties in de waarde van de operationele doelvariabele een dominerende invloed hebben op de veranderingen in de waarde van de gekozen indicator. Ook de keuze van de operationele doelvariabele is cruciaal afhankelijk van de visie die men heeft ten aanzien van het transmissieproces. Niet-monetaristen spreken in dit verband de voorkeur uit voor de bancaire- en geldmarktcondities (o.a. korte-termijn rentevoeten, vrije reserves bij het bankwezen). Monetaristen daarentegen leggen veeleer de nadruk op de al of niet gecorrigeerde basisgeldhoeveelheid. Deze grootheid is het beste beheersbaar door de Centrale Bank en heeft een goede voorspelbare relatie met een aantal monetaire aggregaten die als indicator kunnen fungeren.

²²⁾ A. Burger, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, maart 1971, t.a.p. p. 22. Zie in dit verband ook Conjunctuurtheorie en Conjunctuurpolitiek, Twaalfde Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, Gent, 11-12 april 1975. D. Heremans, A. Verheirstraten, Ch. de Poortere, L. Deryck en M. van Hecke, Theorie van de Conjunctuurpolitiek, p. 444-458.

Uitgaande van het hiervoor schematisch voorgestelde monetair-politieke beslissingsproces is het gewenst na te gaan welke monetaire variabelen als indicator en welke als operationele doelvariabele gehanteerd dienen te worden. Vooraf moet worden opgemerkt dat een prijsvariabele én een hoeveelheidsvariabele niet tegelijkertijd als indicator kunnen worden gebruikt. Immers indien de Centrale Bank zou trachten de rentevoet te beheersen zal de geldhoeveelheid sterk fluctueren en omgekeerd zal een beheersing van de geldhoeveelheid zich vertalen in grillige fluctuaties in de rentevoet. Het is duidelijk dat er géén behoefte zal bestaan aan een operationele doelvariabele in het geval de monetaire autoriteiten de indicator rechtstreeks kunnen beheersen. In dit verband kan gedacht worden aan een directe beheersing van de absolute omvang van de kredietverlening aan de particuliere sector of aan de vaststelling van een bepaalde kredietexpansienorm. De monetaristen hebben, zoals hiervoor reeds werd opgemerkt, steeds een sterke voorkeur uitgesproken voor de geldhoeveelheid, in enge dan wel in ruime zin opgevat, als indicator voor de monetaire politiek boven de rentevoet, welke traditioneel gedurende een lange periode als zodanig werd aangemerkt. Deze visie wordt helder door Brunner verwoord waar hij stelt: "Therefore, the monetarist thesis puts forth the proposition that actions of the Federal Reserve are transmitted to economic activity via the resulting movements in the monetary base and money supply, which initiate the adjustments in relative prices of assets, liabilities and the production of new assets."²³) In de Keynesiaans georiënteerde tekstboeken op het terrein van de macro-economie (IS-LM analyse) vindt men daarentegen terug, dat veranderingen in het geldaanbod de economische activiteit hoofdzakelijk beïnvloeden via veranderingen in de lange-marktrentevoet als kostenfactor (indicator). De operationele doelvariabele moet daarbij gezocht worden in de sfeer van de variabelen welke de bancaire- en geldmarktcondities representeren. Hieraan ligt dan de orthodoxe Keynesiaanse leer ten grondslag volgens welke rentevoetmutaties de investeringsbedrijvigheid beïnvloeden en vervolgens via multiplier- en acceleratoreffecten inwerken op de economische activiteit.

Sinds het midden van de jaren zestig wordt echter in de monetair theoretische literatuur in toenemende mate het gebruik van de lange-marktrentevoet als indicator voor de monetaire politiek ter discussie gesteld. De kritiek, vooral vanuit monetaristische zijde, komt er op neer dat het uitermate moeilijk is de veranderingen in de rentevoeten die het gevolg zijn van vraagimpulsen (reële sfeer) te onderscheiden van veranderingen die worden gegenereerd door de acties van de monetaire autoriteiten (monetaire sfeer).

²³) K. Brunner, The role of money and monetary policy, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, juli 1968, p. 20.

Bijgevolg kunnen dan de signalen die van deze rentevoeten uitgaan gemakkelijk leiden tot een verkeerde beoordeling van de actuele monetaire situatie. De monetaire autoriteiten kunnen dan in de verleiding komen nieuwe acties te ondernemen, welke dan veeleer aanleiding geven tot een pro-cyclische monetaire politiek. De monetaristen benadrukken in dit verband de samenhang die er bestaat tussen een expansief monetair beleid en een stijgende in plaats van een dalende rentevoet (Gibson-paradox). Een eerste verklaringsgrond voor dit verschijnsel vloeit voort uit de interactie tussen de geld-, de krediet en de productenmarkt, welke, zoals in paragraaf 2 is gebleken, in het transmissieproces van de monetaristen een belangrijke rol speelt. Immers, zo luidt de redenering, indien de initiële expansieve monetaire impuls via de substitutie- en vermogens effecten de economische activiteit zal vergroten, zullen er terugkoppelingseffecten optreden vanuit de reële sfeer naar de kredietmarkt waardoor de vraag naar bankkrediet zal toenemen. Een en ander betekent dat de initiële daling van de rentevoet (Keynesiaans-liquiditeitseffect) eventueel wordt overgecompenseerd door een rentestijging, enerzijds als gevolg van een grotere vraag naar transactiegeld (inkomenseffect), anderzijds als gevolg van de geïnduceerde grotere kredietvraag van het publiek (kredietmarkteffect). Deze laatste rentestijging nu zou zeer wel geïnterpreteerd kunnen worden als het gevolg van een restrictief monetair beleid, terwijl juist een expansief monetair beleid de oorsprong is geweest van het interactieproces. Een analoge redenering kan worden gevolgd in geval van een initiële contractieve monetaire impuls. Een andere verklaring voor het feit dat veranderingen in de rentevoet en in de geldhoeveelheid vaak een conflicterende informatie geven met betrekking tot de beoordeling van de monetaire situatie, sluit aan bij de gedachte van het klassieke Fisher-effect. Immers het handhaven van een lage nominale rentevoet teneinde de economische activiteit te stimuleren noodzaakt tot een voortdurende vergroting van de geldhoeveelheid. Echter een dergelijke geldverruimende politiek op zich genereert een inflatoire ontwikkeling en verwachte prijsstijgingen. Deze inflatieverwachtingen zullen op den duur een invloed gaan uitoefenen op de nominale rentevoet in een richting die door de monetaire autoriteiten niet was bedoeld (prijsverwachtingseffect à la Fisher). Een stijgende nominale rentevoet in een inflatoir klimaat kan dan voor de Centrale Bank een aanwijzing zijn dat de beoogde monetaire expansie geen resultaat heeft gehad. Onder die omstandigheden zal, vaak onder druk van de publieke opinie, bij de monetaire autoriteiten de neiging gaan ontstaan het expansiebeleid verder op te voeren waardoor de inflatie alleen maar zal worden versterkt. Dit betekent dat in een inflatoir klimaat met een nagenoeg permanente inflatie de economische subjecten steeds meer ingespeeld raken op het inflatieverschijnsel en hun economisch gedrag op een adequate wijze gaan aan-

passen. Zo zullen de kredietgevers niet meer onderhevig zijn aan de bekende geldillusie en zullen zich in de leningcontracten trachten in te dekken door het eisen van een inflatiecorrectie (hoofdsom en renteopbrengst), waardoor de nominale rentevoet in een opwaartse richting wordt aangepast.

Uit de bovenstaande uiteenzettingen menen wij te mogen concluderen dat door de werking van het kredietmarkteffect en van het prijsverwachtingseffect het vertrouwen in de rentevoet als indicator voor de monetaire politiek, zeker in het afgelopen decennium, aanzienlijk is verzwakt.²⁴⁾ Monetaristen zien in een stijgende rentevoet veeleer een aanwijzing dat de economische activiteit wordt vergroot en dat men zeer behoedzaam te werk moet gaan met de monetaire politiek teneinde de activiteit te stimuleren. Indien de rentevoet, als prijs van het krediet, stijgt is dit een uitdrukking van een gestegen vraag naar krediet, geïnduceerd door een economische opleving, en niet een uitdrukking van een te krappe monetaire situatie.

Door niet-monetaristen worden meestal de "vrije reserves" bij het bankwezen als operationele doelvariabele gekozen. Deze zijn gelijk aan het verschil tussen de bestaande overschotreserves en de geleende reserves bij de Centrale Bank. In een breder verband kunnen deze "vrije reserves" beschouwd worden als een substituut voor een aantal geldmarktrentevoeten (rente op daggeld en op schatkistpapier). De keuze van de "vrije reserves" als operationele doelvariabele berust op de volgende overweging. Volgens de opvatting van de mechanische kredietvermenigvuldiger zal het bankwezen een bestaande overschotreserve steeds via kredietaanpassingen en een expansie van de geldhoeveelheid trachten weg te werken. Het bankwezen is als het ware steeds "fully loaned-up". De conceptie van de "vrije reserves" gaat er echter van uit dat het bankwezen pas bereid is tot de bedoelde kredietaanpassingen over te gaan voorzover er sprake is van zg. "netto vrije reserves". (bestaande overschotreserves minus het beroep op de Centrale Bank). Men kan zich evenwel afvragen of deze "reluctance"-hypothese, als zouden de banken niet graag een schuldpositie innemen bij de Centrale Bank nog wel verenigbaar is met de suppositie dat het bankwezen een optimale samenstelling van de beleggingsportefeuille nastreeft. Immers naarmate het bankwezen een hoger rendement kan behalen op de uitzettingen in de kredietmarkt dan wel de discontovoet van de Centrale

²⁴⁾ Voor een empirische ondersteuning van de in de tekst genoemde opvattingen, zie *W. Gibson*, Interest rates and inflationary expectations: new evidence, *American Economic Review*, december 1972; *W. Gibson*, Price expectations effects and interest rates, *Journal of Finance*, maart 1970. *W. Yohe* en *D. Karnosky*, Interest rates and price level changes, 1952-1969, *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, december 1969.

Bank lager is, zal de weerzin om een beroep te doen op de Centrale Bank geringer zijn. Dit betekent dat de "vrije reserves" géén mechanische functie vervullen in die zin dat een verandering in deze "vrije reserves" zonder meer resulteert in een gelijkgerichte verandering in de bancaire kredietverlening en in het geldaanbod.²⁵⁾ Het is veeleer zo dat de vraag naar "vrije reserves" door het bankwezen afhankelijk is van de mate waarin de vraag naar overschotreserves en het beroep op de Centrale Bank gevoelig zijn voor veranderingen in de opbrengstvoeten van de verschillende kredietuitzettingen en de discontovoet van de Centrale Bank. Dit betekent dus dat de "vrije reserves" als een endogene grootheid beschouwd moeten worden en als zodanig door de Centrale Bank in onvoldoende mate kunnen worden beheerst.

Zoals hiervoor reeds is opgemerkt worden door de monetaristen hoeveelheidsvariabelen gekozen om de functie van intermediaire variabele te vervullen. Empirische onderzoeken hebben aangetoond dat een tweetal monetaire aggregaten t.w. de basisgeldhoeveelheid en de geldhoeveelheid het beste voldoen aan de voorwaarden die aan een operationele doelvariabele e.q. aan een indicator worden gesteld. Monetaristen stellen zich op het standpunt dat de monetaire politiek een hoeveelheidspolitiek is, waarbij de rentevoet als een resultante naar voren komt. De keuze van de geldhoeveelheid als indicator van de monetaire politiek steunt op empirische studies die aantonen dat er een duidelijke samenhang en een goede voorspelbare relatie bestaat tussen de mutaties in het geldaanbod en de veranderingen in de economische activiteit (productie, werkgelegenheid en prijsniveau)²⁶⁾. Daarbij is tevens gebleken dat de geldhoeveelheid in enge zin (M_1), chartaal en giraal geld, een betere positieve correlatie vertoont met het nationaal inkomen dan de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid ($M_2 = M_1$ plus de termijndeposito's bij het bankwezen). Dit hangt samen met het feit dat de geld- en kredietmultiplicatoren die betrekking hebben op de ruime geldhoeveelheid (M_2) rentegevoeliger zijn, zodat de numerieke waarde van deze multiplicatoren minder stabiel is en gevoeliger voor geïnduceerde renteveranderingen vanuit de reële sfeer.

Ten aanzien van de operationele doelvariabele wordt de belangrijke eis gesteld dat deze door de Centrale Bank goed beheerst moet kunnen wor-

²⁵⁾ C. K. Nieuwenburg, Maandschrift Economie, september 1973, t.a.p. p. 557.

²⁶⁾ M. Keran, Selecting a monetary indicator-evidence from the United States and other developed countries, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, september 1970. E. Tanner, Indicators of monetary policy: an evaluation of five, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, december 1972, p. 413-422. Zie ook noot 21).

den.²⁷⁾ Zoals in paragraaf 3 naar voren is gebracht ziet de moderne geldaanbodtheorie de geldhoeveelheid als het product van de geldmultiplicator en de basisgeldhoeveelheid, welke beide worden bepaald door het gedrag van het bankwezen, het publiek en de Centrale Bank met betrekking tot de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Uit empirische studies is komen vast te staan dat de gecorrigeerde basisgeldhoeveelheid het geldaanbod (M_1) determineert en dat deze grootte goed beheerst kan worden met behulp van de openmarktpolitiek van de Centrale Bank. De kwestie ten aanzien van de beheersbaarheid van de (basis)geldhoeveelheid is in de literatuur breedvoerig uitgemeten.²⁸⁾ Korteweg komt in zijn onderzoek omtrent de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid tot de voorzichtige en voorlopige conclusie dat de geldhoeveelheid in de open Nederlandse economie op korte termijn in principe beheersbaar is met behulp van de openmarktpolitiek. Een voorwaarde daarbij is wel dat het binnenland in een voldoende mate wordt afgeschermd van de rentegevoelige internationale kapitaalbewegingen, hetgeen bij het handhaven van vaste wisselkoersen (prijzvaststelling) op den duur onmogelijk zal zijn.²⁹⁾

De mogelijkheid van de Centrale Bank om de geldhoeveelheid, in het bijzonder op korte termijn, te reguleren is in sterke mate afhankelijk van de voorspelbaarheid van al die variabelen die niet direct beheerst kunnen worden. In dit verband moet dan allereerst worden gedacht aan kwesties zoals de rentegevoeligheid van de chartale geldquote, de vraag naar overschotreserves van het bankwezen etc., welke de numerieke waarde van de multiplicator bepalen. Daarnaast speelt ook de beheersbaarheid van de basisgeldhoeveelheid zelf een cruciale rol, temeer zoals Korteweg reeds aangeeft, wanneer het een open volkshuishouding betreft. Immers een externe bron van basisgeld wordt gevormd door aankoop van goud en deviezen als gevolg van het handels- en betalingsverkeer van het bankwezen, de overheid en het publiek met het buitenland. Daarnaast heeft ook de financieringswijze van het overheidsbudget consequenties voor de omvang van de basisgeldhoeveelheid. Een juiste coördinatie van de financieringsbeslissingen van de overheid met het monetaire beleid van de Cen-

²⁷⁾ L. Anderson, en J. Jordan, The monetary base-explanations and analytical use, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, augustus 1968. L. Anderson, Selection of a monetary aggregate for economic stabilization, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, oktober 1975, p. 9-15.

²⁸⁾ P. Korteweg, The supply and controllability of money in an open economy: The Dutch case, De Economist, 1973, nr. 3, p. 273-289. Zie ook A. Burger, L. Kalish en Ch. Babb, Money stock control and its implications for monetary policy, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, oktober 1971. A. Meltzer, Controlling Money, Reprint, Federal Reserve Bank of St. Louis, mei 1969, p. 16-24.

trale Bank kan in dit verband een oplossing bieden. Tenslotte wordt de basisgeldhoeveelheid ook nog gevoed door de herdisconteringsfaciliteiten en voorschotten door de monetaire autoriteiten ten behoeve van het bankwezen. Hoewel het de Centrale Bank is die de discontovoet, een prijs, vaststelt, zijn het de banken die beslissen voor welke omvang zij van de herdisconteringen en voorschotten gebruik wensen te maken. Op deze wijze verliest de Centrale Bank voor een deel haar greep op de basisgeldhoeveelheid. Teneinde de beheersing van de geldbasis te vergroten zou men in dit verband kunnen overwegen over te gaan tot de introductie van herdisconteringsplafonds.

Het proces van beheersing van de geldhoeveelheid volgens de monetaristische opvattingen kan op een eenvoudige schematische wijze als volgt worden voorgesteld. De verantwoordelijke monetaire autoriteiten moeten de uiteindelijke doelvariabelen, welke gelegen zijn in de reële sfeer, vertalen in een daarmee consistente groeivoet van de geldhoeveelheid. Deze groeivoet, welke als indicator wordt aangemerkt, wordt, uitgaande van een bepaalde numerieke waarde van de multiplicator voor de betreffende planperiode (maand), vertaald in een gewenste groeivoet van de basisgeldhoeveelheid. Eventueel kan het hier zelfs gewenste wekelijkse en dagelijkse veranderingen in de basisgeldhoeveelheid betreffen. Tenslotte wordt het niveau van de gewenste basisgeldhoeveelheid dan wel veranderingen daarin vertaald in de openmarktoperaties van de Centrale Bank.

§ 5. Een norm voor de monetaire politiek

De in de voorgaande paragrafen besproken monetaristische visie dat veranderingen in de geldhoeveelheid de belangrijkste determinant zijn van de veranderingen in de economische activiteit en dat de mutatie in de geldhoeveelheid de meest betrouwbare maatstaf is voor de invloed van de monetaire politiek, heeft de vraag opgeworpen in welke vorm deze monetaire politiek gevoerd dient te worden. Moet deze politiek meer opportunistisch, discretionair, van aard zijn of moet veeleer gedacht worden in de richting van het publiekelijk vooraf aankondigen en ten uitvoer leggen van een toelaatbare groeivoet van de geldhoeveelheid? Bij het discretionaire beleid wordt het gedrag van de monetaire autoriteiten beschreven via een reactiefunctie d.w.z. een geldpolitieke gedragsregel met terugkoppelings-effecten vanuit de uiteindelijke doelvariabelen in de reële sfeer (activisme of "fine-tuning"). Deze eerste vorm van monetaire politiek sluit meer aan bij het Post-Keynesiaanse denkmodel, waarbij ervan wordt uitgegaan dat de instrumenten van economische politiek, waaronder de geldpolitiek, op een discrete wijze gehanteerd moeten worden om de conjuncturele fluctuaties te mitigeren. De tweede vorm van monetaire politiek, waarbij een vaste

geldgroei-regel wordt afgekondigd (automatie), vindt vooral weerklank in het monetaristische kamp. De monetaristen gaan er namelijk van uit dat de economie in wezen stabiel is door de werking van het relatieve prijs-mechanisme, zodat de behoefte aan monetaire conjunctuurpolitiek gering is.

De bovenstaande kwestie is van oudere datum en werd in de jaren dertig reeds naar voren gebracht door Simons, waar hij stelt: "In a free enterprise system we obviously need highly definite and stable rules of the game, especially as to money. The monetary rules must be compatible with the reasonable smooth working of the system."²⁹⁾ Naar aanleiding van een zeer uitvoerig empirisch onderzoek is Friedman tot een conclusie gekomen die nauw aansluit bij de visie van Simons. Friedman stelt dat de monetaire autoriteiten in hun vrijheid van handelen beperkt moeten worden, daar de waargenomen onevenwichtigheden in het economisch leven voortvloeien uit de grillige ontwikkeling van de maatschappelijke geldhoeveelheid. Het verloop van de veranderingen in de geldhoeveelheid vormt de belangrijkste verklarende factor voor de conjuncturele schommelingen.³⁰⁾ Volgens genoemde auteur letten de monetaire autoriteiten teveel op de actuele economische situatie en hebben te weinig oog voor de gevolgen van de monetaire acties op lange termijn wanneer de situatie inmiddels weer geheel anders kan zijn. Hij legt in het bijzonder de nadruk op de verschillende, variabele, vertragingfactoren welke bepalend zijn voor uiteindelijke effectiviteit van de monetaire politiek. Indien de monetaire autoriteiten op een zeker moment via geldpolitieke maatregelen een bepaald economisch verschijnsel willen bestrijden is het zeer wel denkbaar dat deze monetaire ingreep pas een effect gaat sorteren op een tijdstip dat het oorspronkelijke storingsverschijnsel reeds door andere krachten in het economisch leven is opgeheven. Het bedoelde ingrijpen door de beleidsinstanties werkt dan procyclisch, hetgeen de instabiliteit in het economisch leven veeleer bevordert dan dat deze wordt afgezwakt. Op basis nu van het bestaan van een lange en variabele vertraging in de uitwerking van het monetair beleid en het geloof in de stabiliserende werking van het marktmechanisme prefereert Friedman jaarlijks een vaste groeivoet van de geldhoeveelheid, ongeacht de bestaande conjuncturele situatie, boven een discretionair beleid. De monetaire autoriteiten dienen een zodanig monetair raam te construeren waarbinnen het economisch proces zich afspeelt, dat enerzijds de grootst mogelijke garantie biedt voor economische stabiliteit en anderzijds voorkomt dat de monetaire maatregelen zelf een bron van instabiliteit gaan vormen.

²⁹⁾ H. Simons, Rules v.s. Authorities in monetary policy, Journal of Political Economy, februari 1936, p. 1-30.

³⁰⁾ M. Friedman en A. Schwartz, Princeton Un. Press, 1963.

Ten aanzien van de numerieke waarde van deze monetaire groeivoet merkt Friedman op: "The precise rate of growth, like the precise monetary total, is less important than the adoption of some stated and known rate." ³¹⁾ Zoals bekend hebben in de loop van 1975 de monetaire autoriteiten van de Duitse Bondsrepubliek, Zwitserland, Canada en de Verenigde Staten het discretionaire beleid in beginsel verlaten en gekozen voor een min of meer vaste groeivoet van de geldhoeveelheid, welke vooraf publiekelijk wordt aangekondigd. Zo schrijft Schlesinger van de Deutsche Bank: "The Bundesbank first set and publicly announced a quantitative target for monetary policy- an increase of about 8% in central bank money in the course of 1975 — in december 1974." ³²⁾ Ofschoon nog geen andere Centrale Banken eenzelfde verandering in de monetair-politieke strategie hebben aangebracht, zijn er bij sommigen toch tekenen aanwezig die er op wijzen dat men overweegt deze stap te zetten. Zo spreekt de President van de Nederlandse Bank in het Jaarverslag 1976 over een monetaristisch reveil en stelt: "De liquiditeitsvoorziening is thans zo ruim geworden dat zij bij handhaving tot een zelfstandige bron van inflatie zou kunnen worden." En verderop in dit verband: "Het zou een misvatting zijn te menen dat een monetaire doelstelling, geformuleerd in termen van een liquiditeitsquote, iets geheel anders is dan zulk een beleid, gepresenteerd in de vorm van een gewenste groeivoet van de geldhoeveelheid." ³³⁾

Het is interessant de betekenis van deze monetaire groeiregel te bezien tegen de achtergrond van een tweetal macro-economische doelstellingen t.w. de werkgelegenheid en de prijsstabiliteit, welke na de tweede wereldoorlog en vooral in het afgelopen decennium sterk de aandacht hebben gekregen. De bekende afruil tussen inflatie en werkloosheid wordt in de literatuur tot uitdrukking gebracht door de Phillips-curve. De gedachte die aan deze curve ten grondslag ligt is als het ware een samensmelting van elementen uit de Keynesiaanse theorie van de bestedingsinflatie en uit de theorie van de inkomensinflatie of "cost-push" inflatie. In de praktijk en vooral in het afgelopen decennium is gebleken dat men de genoemde doel-

³¹⁾ *M. Friedman*, The role of monetary policy, *American Economic Review*, maart 1968, p. 1-17.

³²⁾ *K. Schlesinger*, Recent experiences with monetary policy in the Federal Republic of Germany, Paper presented at the Konstanz Seminar on Monetary Theory and Policy, juni 1976, p. 6. Ten aanzien van het Centrale Bankgeld merkt Schlesinger op: "In the end, admittedly, the movement of central bank money does not differ very greatly from that of M_2 ", t.a.p. p. 12. Zie ook *A. Burns*, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, mei 1975, p. 286, en *N. Jannakoplos*, The F.O.M.C. in 1975: Announcing monetary targets, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, maart 1976, p. 8-12.

³³⁾ Zie Jaarverslag De Nederlandsche Bank N.V., 1976, p. 20-21.

stellingen van prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid moeilijk tegelijkertijd volledig zal kunnen realiseren. Aan de hand van de bedoelde curve kan men vaststellen welk offer gebracht zal moeten worden in termen van werkloosheid, indien men bepaalde wensen heeft ten aanzien van de prijsstabiliteit en omgekeerd. Het ligt nu voor de hand dat politici van mening kunnen verschillen over de vraag of de inflatie dan wel de werkloosheid als een maatschappelijk kwaad moet worden aangemerkt. Zo zullen Keynesiaans georiënteerde politici veeleer de werkloosheid als volksvijand nummer één beschouwen, waarbij een zekere geldontwaarding als een minder prettig bijverschijnsel wordt geaccepteerd. Indien daarentegen de politici meer het accent leggen op het handhaven van een stabiele koopkracht van het geld zal een vermindering van de werkgelegenheid als een noodzakelijke, maar politiek moeilijk aanvaardbare, remedie moeten worden aanvaard.

Hoewel het geloof in de Phillips-curve na de oorlog sterk is verbreid en zowel in theoretisch als in praktisch opzicht een grote invloed heeft gehad, heeft men sinds het midden van de jaren zestig de realiteit van de curve steeds meer in twijfel getrokken. Een en ander hangt zeer nauw samen met de inflatieverwachtingen welke bij de beslissingen van de economische subjecten een dominerende rol zijn gaan spelen. De praktijk laat zien dat het inflatietempo is toegenomen bij een onveranderd en soms zelfs een oplopend werkloosheidspercentage. Uit ervaringen in het afgelopen decennium is komen vast te staan dat een aantasting van de koopkracht van het geld zeer wel gepaard kan gaan met een contractie in de reële sector van de economie. Het geld benodigd om de "onvermijdelijke" inflatie te financieren wordt dan als het ware beschikbaar gesteld door een daling van de economische activiteit, zonder dat er sprake behoeft te zijn van een excessief geldaanbod.³⁴⁾ In plaats van de traditionele inruil van een hogere inflatiegraad voor meer werkgelegenheid en omgekeerd ziet men in de jaren zeventig veeleer dat een accelererende inflatiegraad is vereist om de werkloosheid op eenzelfde niveau te handhaven. Onderzoekingen hebben aangetoond dat vooral onder invloed van bedoelde inflatieverwachtingen de korte-termijn Phillips-curve naar rechts gaat verschuiven. Dit betekent dat een zelfde werkloosheidsgraad samengaat met een voortdurend hogere en zelfs een accelererende inflatiegraad. De verdedigers van deze visie, in de literatuur ook wel aangeduid als de accelerationisten, hebben nog wel een vertrouwen in de afruil tussen inflatie en werkloosheid op de korte-termijn, maar zijn echter van mening dat dit bekende beleidsconflict op de lange termijn verdwijnt. Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat in een sterk

³⁴⁾ G. A. Kessler, Inflation, diagnosis and therapy, De Economist, nr. 4, 1975, p. 512.

inflatoir klimaat de economische subjecten raken ingespeeld op het inflatieverschijnsel. Daardoor ontstaat de tendens zodanige disposities te treffen dat de inflatieverwachtingen niet alleen worden gerealiseerd maar zich juist in versterkte mate gaan voortzetten. Het betekent bijvoorbeeld dat de nominale lonen zullen worden aangepast aan de prijsontwikkeling, waardoor een loon-prijsspiraal tot de mogelijkheden gaat behoren. De werknemers hebben als het ware een leerproces doorgemaakt en zijn niet meer onderhevig aan de bekende geldillusie. Zij handelen rationeel, trachten zich te beschermen tegen de prijsstijgingen, en laten zich bij de onderhandelingen leiden door de nominale loonvoet gemeten in termen van goederen en diensten. Dit gedragspatroon van de economische subjecten heeft in economisch politiek opzicht en derhalve ook voor de monetaire politiek vrij ingrijpende consequenties. Een daling van de reële loonvoet teneinde de werkgelegenheid duurzaam te verbeteren zal bereikt kunnen worden als de feitelijke inflatiegraad steeds de verwachte inflatiegraad overtreft, welke laatste de werknemers incalculeren bij de loononderhandelingen. Uitgaande van de lange-termijn interpretatie van de Philips-curve (feitelijke inflatiegraad is gelijk aan de verwachte inflatiegraad) is het niet meer juist te stellen dat één bepaalde inflatiegraad samengaat met één bepaald werkloosheidspercentage. Friedman spreekt in dit verband van een zg. "natuurlijk werkloosheidspercentage", o.a. bepaald door de arbeidsmobiliteit, onvolledige informatie omtrent de arbeidsmarktsituatie etc., hetwelk niet via de monetaire politiek kan worden verminderd.³⁵⁾ Onder deze omstandigheden, waarin het keuzeprobleem inflatie versus werkloosheid op lange termijn verdwijnt, dient de monetaire politiek gericht te zijn op het elimineren van de inflatieverwachtingen, welke hebben bijgedragen tot een institutionalisering van het inflatiefenomeen. Immers wil het geld zijn basisfuncties in de economie goed kunnen blijven vervullen dan is een stabiele koopkracht van het geld een eerste vereiste. De filosofie van het "leren leven met inflatie", waarbij men ofwel de gevolgen van de inflatie passief ondergaat dan wel zich via indexeringsclausules achteraf gaat wapenen tegen de gevolgen van de inflatie kunnen we niet onderschrijven. Een gewenning aan de inflatie wordt dan een zelfstandige drijfkracht in het inflatieproces waardoor op den duur de terugkeer naar meer monetair stabiele verhoudingen steeds moeilijker en pijnlijker wordt.

³⁵⁾ *M. Friedman*, *American Economic Review*, maart 1968, t.a.p. p. 1-17. Voor theoretische beschouwingen omtrent de Phillips-curve en de betekenis van inflatieverwachtingen, zie de artikelen van *D. Laidler*, respectievelijk *J. Trevithick* in *The Scottish Journal of Political Economy*, februari 1976. *Expectations and the Phillips trade-off: a commentary*, p. 55-74, respectievelijk, *Inflation, the natural unemployment rate and the theory of economic policy*, p. 37-54.

In dit licht bezien menen wij te mogen concluderen dat een wezenlijke bijdrage tot de inflatiebestrijding is gelegen in een geleidelijk terugdraaien en stabiliseren van de groeivoet van de geldhoeveelheid, zodat deze weer beter gaat aansluiten bij de trendmatige groeivoet van de reële productie. De voortdurende en steeds toenemende inflatie van de laatste jaren in de westerse wereld is in wezen veroorzaakt door een permanente en steeds snellere groei van de geldhoeveelheid in verhouding tot de reële productiestijging. Het inflatieproces is in wezen een monetair verschijnsel en kan zich niet effectief manifesteren, tenzij de monetaire autoriteiten de benodigde monetaire brandstof ter beschikking stellen (afgezien van een verhoging van de omloopsnelheid van het geld). De hiervoor bedoelde ombuiging van de monetaire groeivoet moet uiteraard geen abrupte en scherpe ombuiging zijn op korte termijn. Dit vanwege het feit dat er nog een inflatiegraad aanwezig is, (na-ijlings-effect) zodat een te snelle en scherpe beleidsaanpassing een liquiditeitscrisis zou kunnen veroorzaken met schadelijke gevolgen voor de productie en de werkgelegenheid. Een geleidelijk overgaan naar een monetaire groeivoet overeenkomstig de groeivoet van de reële productie zal een bijdrage kunnen leveren tot het elimineren van de destabiliserende werking van de inflatieverwachtingen. Niet de inflatiegraad uit het verleden moet maatgevend zijn bij de loon- en prijsvorming, maar veeleer de lagere inflatiegraad die door de monetaire autoriteiten voor de toekomst zal worden toegestaan. Met het eerste element in de voorgaande zin wordt dan bedoeld een monetaire politiek op grond van een gedragsregel met terugkoppelingseffecten vanuit de reële sfeer (een anti-cyclische geldgroeiregel). Hierbij gedraagt het publiek zich irrationeel en vormt zijn verwachtingen op basis van gegevens uit het verleden (leer van de „adaptieve verwachtingen”). Het tweede element betreft een monetaire politiek zonder terugkoppelingseffecten vanuit de waargenomen economische variabelen in de reële sfeer (vaste geldgroeiregel). Duwendag stelt in dit verband: "All market participants are given a monetary framework in advance (monetary budget) and thereby set some psychological data for the price and wage policy of the unions and the entrepreneurs, shifting the responsibility for inflationary price increases".³⁶⁾ Hierbij gedraagt het publiek zich rationeel en worden de verwachtingen min of meer rationeel gevormd. Overeenkomstig de vrij geavanceerde theorie van de rationele verwachtingen zal het publiek alle beschikbare informatie betreffende het inflatieproces gebruiken wanneer men de inflatiegraad voor de toekomst wil voorspellen. De theorie postu-

³⁶⁾ D. Duwendag, The "new era" of controlling monetary aggregates, Federal Reserve, Swiss National Bank, German Bundesbank. Rapport gepresenteerd te Konstanz, Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy, 7-10 juni 1977, p. 2-4.

leert dat de voorspellingen van het publiek ten aanzien van de endogene variabelen van het model (zoals de verwachte inflatiegraad) gebaseerd zijn op een perfecte kennis van en inzicht in de werking van het economisch model van de volkshuishouding. Voorspellingsfouten ten aanzien van de inflatiegraad kunnen dan uiteindelijk alleen maar voortvloeien uit toevallige, onvoorzienbare, monetaire schokken waarmee de volkshuishouding wordt geconfronteerd.³⁷⁾

De hiervoor genoemde vier landen welke een bepaalde geldgroeiregel hebben afgekondigd zijn er in geslaagd de inflatiegraad te mitigeren zonder het licht bespeurbare en nog precare herstel van de economische activiteit te schaden. Een dergelijke norm voor de monetaire politiek zal de bekende loon-prijsspiraal kunnen doorbreken waardoor op den duur meer stabiele monetaire verhoudingen kunnen worden bereikt. Korteweg drukt een en ander kernachtig uit waar hij stelt: "To achieve this monetary rule current growth rates of money should be gradually reduced to their target values. A stable and pre-announced monetary growth rate would help to prevent inflation, would prevent inflationary expectations from being mistaken, would restore the information context of money and prices, would make the monetary authorities predictable and the future less uncertain."³⁸⁾ Alhoewel niet ontkend kan worden dat de krachten die vanuit de sfeer van de inkomensverdeling de geldwaarde bedreigen zeer sterk zijn, achten wij het toch mogelijk dat deze krachten zullen verminderen door een vooraf aankondigen van een geleidelijke beperking van de groeivoet van de monetaire ruimte zonder dat een abrupte en ernstige contractieve kringloopverstoring zal optreden. Het is duidelijk dat een wezenlijk complement van een dergelijke monetaire groeiregel is gelegen in een trendmatig loonbeleid, waarbij de lonen in beginsel meer dienen te worden afgestemd op de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. Een en ander zal echter alleen gerealiseerd kunnen worden als alle participanten aan het economisch proces bereid zijn hun medewerking te verlenen en iets minder gezag en verantwoordelijkheid zal worden gegeven aan georganiseerde groepsbelangen dan in het recente verleden in vele landen het geval is geweest.

³⁷⁾ P. Korteweg, Activisme of automatie in de geldpolitiek? Economisch Statistische Berichten, mei 1976, p. 500. Zie ook Th. Sargent en N. Wallace, Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply, Journal of Political Economy, april 1975 en R. Barro, Rational expectations and the role of monetary policy, Journal of Monetary Economics, januari 1976.

³⁸⁾ P. Korteweg, Assessment and critical appraisal of the OECD views on economic policy, p. 5, Paper presented for the first meeting of the Shadow European Economic Policy Committee, 26-27 mei 1977, in Parijs.